

先物・オプションマーケット

新指数「日経300」の基本構造

法政大学教授
大村 敬一

大蔵省は、1992年12月22日、『先物取引の在り方について』の「商品性の見直し」の中で、先物取引等（以下、オプション取引を含む）の対象として現行の価格平均方式の日経平均株価から時価加重方式の新指数に早期に移行することを求めた。軌道に乗ったばかりの日経平均株価先物等取引ばかりではなく、43年間の歴史のある指数の存続にも赤信号が灯ったのである。何か対策をとらなければならない当局にとって重要な関心はおそらく操作されにくい株価指数であったであろうが、答申を読むかぎり、そのことと計算方式を時価加重に変えることが短絡的に結び付けられるのである。日経平均株価の操作性は、指数構成銘柄の弾力的な見直し等によって十分解決できるはずであった。多くの投資家等運用関係者にとっては愛着が強かったので随分と迷惑かつ横暴な話であったが、何やら、新指数はどうしても誕生しなければならない運命のようであった*。

日本経済新聞社（以下、「日経」という）は、渋々ながら、翌春には新指数の検討に着手した。

1 「新指数」産みの苦しみ

株価指数に対して期待される役割は、近年著しく多様化してきた。第一に、株式市場の動向を示す、いわば、物価指数のような機能がある。さらに、ポートフォリオによる分散投資が流行するようになってからは、これに付随する機能として、運用評価のベンチマークとして株価指数が利用され始める。しかし、ベンチマークとしての機能については、ひとつの尺度で計らなければならないということではなく、評価者側が適当な評価ユニバースを選ぶなどある程度の裁量が許されるのであまり神経質ではなかった。株価指数の機能が両立困難になったのは、株価指数を対象とする先物等取引が始まってからであろう。先物等取引の対象となるのであるから、当然のことながら、1銭の違いすらもおろそかにはできない。また、先物等取引の商品となれば適当にボラティルでなければならないし変動特性に面白味があった方が望ましい。日経平均株価は、株価の単純平均であるから値動きは軽く鋭くなる傾向を持つ。そして、裁定取引者にとっては、さらに、できるだけ複製容易であることが重要となる。日経平均株価は、全銘柄を売買しても225銘柄の等株数構

成であるから、機関投資家にとってみればそれほど技術的にも資金的にも負担ではない。要するに、225銘柄を1株ずつ保有すれば複製できる。指数銘柄が変わらない限り、株価が変動しても構成比の調整は不要であるから、ポートフォリオ維持管理が容易でありコスト面でも節約できる。そして、表示方式が円で馴染みやすく長い歴史を持つので、多くの投資家は日経平均株価で株式市場をイメージすることに慣れきっている。このように見ると、日経平均株価は、先物等取引が開始されるずっと以前から利用され続けたダウ式の株価指数であるが、偶然にも、先物等取引の対象としての諸条件を生来備えていたといえよう。別れるからよく見えるのだろうか。

新指数は、最初から先物等取引の対象として採用されるとは決まっていたわけではないが、事件の発端からすれば、指数先物等取引の対象としての商品性を備えることが期待されていた。名証25のように最初からオプション取引のために作成されるのであれば思いきった考え方を採用することもできようが、当局の要求する「健全性」と機関投資家たちが要求する「商品性」との間で日経の作成グループは迷ったに違いない。日経には、先物等取引のために株価指数を作成することはしないとの建前上の立場もある。もっと、深刻なのは大阪証券取引所（以下、「大証」という）であったろう。日経ばかりが頼りだが、健全性ばかりに重きを置いて商品性に乏しいつまらない指数を作成されたら先物等取引は先細りになってしまう。

新指数の発表は随分と遅れて大証を慌てさせるが、日経にもいろいろな期待を背に受けて産みの苦しみがあつたように思われる。この困難を突破する方法として、「ファミリー」として複数の新指数を提供する可能性もあつたであろう。米国におけるS&P500指数とオプション用に用意されたS&P100指数の関係のように、親指数としていわゆる「ミニTOPIX」を作成し、これをベースに子指数として商品性のある指数を提供して先物等取引の対象とするのである。こうすれば、時価加重方式しか認められない場合にも、先物等取引用に銘柄をもっと絞ったわかりやすい指数を提供することができる。おそらく検討はされたと思われるが、複数の指数を作成する体力がなかったのか結果的には採用されなかった。

結局、1本の指数ですべての要求を満たすとなればどのように「最良の妥協の産物」を作成するかということになる。

また、銘柄数については、思い切って100銘柄ぐらいに絞ってしまった方がすっきりしていたように思うが、当時の状況では日経平均株価の代替物であるから225銘柄より少なくはしにくかったであろう。銘柄数が少ないと

ボラティルで操作されやすいようなイメージがあるようだ。それに、日経平均銘柄をある程度拾おうとするならば銘柄数がある程度以上はなければならない。多くの企業は、指数構成銘柄であることを一種のステータスシンボルかのように考える傾向があり、新指数に変わっても構成銘柄になれるかどうか不安なのである。こうして、誰から見ても300銘柄あたりであるとは予想できた。幾つかの証券会社、研究所は、(勝手に名称をつける会社もあったが)早くから300銘柄に照準を当てて銘柄選定予想を始め、夏ごろから、新指数に入ると予想される銘柄の株価はジリジリと上昇した。日経は銘柄数に工夫を凝らす余裕がなかったようであるが、親しまれるためには愛称も重要な要素であるから、「日経234(ツースリーフォー)」とか「日経333(トリプルスリー)」など銘柄数を政策的に決定してもよかった。

2 新指数の基本構造

新指数の作成要領を見ると、単なるミニTOPIXとならないための幾つかの工夫が見られる。

第1は「2段階方式」である。まず、第1段階で「日経市場」が考えられている。東京証券取引所(以下、「東証」という)の上場銘柄の中で問題のある銘柄を外して、いわば「日経市場」としてのスクリーニングをかけたのである。スクリーニングのもっとも重要なキーワードは「市場の流動性」である。株価の乱高下が生じたり、操作されやすいのは、市場の流動性が十分でないことによる場合が一般的である。しかし、東証の上場基準には流動性を本当に問うようなハードルはほとんどないことから、日経市場の上場条件として流動性基準を設けたのであろう。それでは、流動性をどのような尺度に求めたらよいのか。日経が浮動株比率を推定して独自の流動性指標を作成し、それによってスクリーニングすることも考えられるが、恣意的となるばかりかわかりにくくなって一般受容性に欠けてしまうであろう。できるだけわかりやすいことは広く利用されるためには重要である。また、独自の流動性指標による場合は、関連する付随資料を指数と同時に継続的に発表していかなければならない面倒さがある。そのため、すでに利用可能な「売買高」、「売買回転率」、「値付き率」など既存の数値を利用したのであろう。これらの数値が高いということは高流動性を表すとは限らず、ときとして、市場を攪乱する問題銘柄(たとえば、仕手株であるとか)であることを示す場合があるが、流動性を表す有効な統計に不足する現状ではやむを得ないであろう。今後、たとえば、取引所がより適切な流動性指標を提供するようになるならば見直せばよいであろう。また、「安定して高流動性」であることが重要

なのであるから、そこで、これらの数値があるときは非常に高かったり別のときは非常に低かったりという入れ替わりの激しい銘柄は外されることになっている。これで、一時的な変動株は外されるであろう。もうひとつのキーワードは「財務上の健全性」である。たとえば、無配が数年間も続けば、どのような大企業も日経市場から上場廃止になる。時価加重方式では時価総額の大きいいわば大企業ほど貢献度が高くなるので、流動性の低い大企業を門前払いしておくことは非常に重要である。この段階で、2～3割の銘柄が脱落するであろう。

時価加重方式にすると、時価総額の大きい金融株が中心になりやすい。第1段階のスクリーニングによって金融株の構成比は多少低下しているが、それでも日経平均株価に比べると相当高い。金融株は、流動性が低くバブル相場の主役でもあったため、この段階である程度排除されるべきであるという意見もあろうが、金融株をいくら目の仇にしても、それが東京株式市場の30%弱を占めるかぎり過少にすれば相場の実態から乖離した指数を作成することになる。金融株の問題は、市場正常化の検討課題としてひとまず分離すべきであろう。

第2段階は、スクリーニングされた日経市場上場銘柄から時価加重方式で作成された、いわば、「マザー指数」を所定の銘柄数で忠実に複製することである。おそらく、複製が目的であれば100銘柄でも十分であっただろう。複製するための常套手段は、時価ウエイトの高い銘柄から組み込めばよい。しかし、それでは金融株ばかりが組み込まれてしまう。そこで、マザー指数における産業ごとの時価構成比をできるだけ守って、産業内の大企業から埋めていくのである。この方法によれば、もしかすると、一社だけで終わってしまう産業もあるし、企業規模の小さい産業(たとえば、食品)では何社も入るかもしれない。まるで、並べられた大小の鉢植えに万遍なく水を蒔くようにして300銘柄が入り切ったら作業は停止されるのである。各産業で時価構成比の高い企業は、第1段階のスクリーニングにパスすれば必ず指数構成銘柄に採用されることになる。各産業の大企業にしてみれば、第1段階のハードルさえパスすればよいのであるから新指数銘柄になるための対策は明らかであるが、不採用となった大企業が持合い等を解消して浮動株比率を高めたり、売買管理を緩めたりして足切り基準にパスするように努力するならそれなりに意味のあることであろう。この意味では、現状の株式市場は流動性が低いのであえて足切り基準を厳しくしてもよかったように思われる。また、産業分類として日経の中分類が使用されているが適当な分類かは疑問である。今後見直される必要がある。

第2は、「積極的な銘柄採用」である。上で述べた方式

によれば、常に「大」が「小」をドミネートする。また、実績のない「新参」企業が第1段階で不利になるかもしれない。既成の業種分類にないような新しい業種の躍進企業が時価構成比の面から漏れる可能性が高い。明示的ではないが、このような企業を積極的に取り込む道を残している。果たして、このような措置によって救済される銘柄がどれほどかはわからないが、市場の実感にあった指数とするためにはひとつの対策であろう。

第3は、「入れ替え銘柄数制限」である。この方法では、年によって相当数の銘柄が入れ替わりうるが、これに対しては、最大数を設定し、入れ替えても指数に有意な変化を与えないような場合はできるだけ銘柄入れ替えをしないこととされている。これは、投資家からすれば銘柄が目まぐるしく入れ替わるのは好ましくないのが歓迎されるであろう。他方、一旦外れてしまった銘柄がなかなか帰還しにくいという点で、指数構成銘柄に入っているかないかを社会的地位のようにみなす企業には歓迎されないかもしれない。構成銘柄から外れると売買されなくなり株価が落ちるといわれるが、そうなる必然性はあるかもしれない。指数裁定取引をするような場合でも、日経300銘柄をそっくり保有する必要はない。時価加重方式であるから、各投資家が各自の制約の下でもっとも効率的な方法によって複製をしたらよい。複製に当たり指数銘柄を忠実に使わなければならないわけではない。銘柄の固有名詞はかならずしも必要ではないのである。

そして、最後になったが、今回の新指数作成の根底にはできるだけわかりやすく、透明性を持たせようとする姿勢が見られる。日経の商品であるかぎり完全に透明にする必要性は求められないが、日経は、作成方法、基準となった数値等客観的な情報をできるだけ公表してより多くの関係者が精通するのを助け、改善していくべき点については大いに耳を傾けるべきであろう。

3 新指数は受入れられるか

日経は、10月8日、新指数「日経300」を発表し、同日、打ち合わせたかのように、大蔵省は、「株価指数先物取引に関する改善策について」を発表し、証拠金率の引下げ、立会時間の延長、値幅制限の拡大、取引単位の小口化など一連の差別優遇策を提示した。育成策とはいえ、どうして、このようなことが整然と行えてしまうのかは理解できないが、それほどに新指数作成が重大な調整の要であったことがいまさらながら思い知らされる。

大証も、即座に新指数の採用を決定し、本年2月14日から日経300先物等取引を開始することを発表した。すでに述べたとおり、日経300はその基本構造からTOPIXと日経平均株価の中間的な変動特性を持つはずである。

TOPIXに比べたら軽快な動きをするが日経平均株価ほど面白味はない。日経平均株価先物等取引は早晚消え去るのであるから、投資家たちの間で日経300が親しまれるようになるのも時間の問題であろうが、とはいえ相当に時間はかかりそうである。新指数先物等取引が成功するか否かは、新指数がよくできているかどうかとはかならずしも符合しない。日経平均株価とTOPIXの例でも示唆されるように、新指数が社会にどれほどに身近なものとして浸透するかによる。浸透には時間を要するから、「新」は明らかに不利である。学者的な立場からすると、本来は、日経平均株価先物等取引も存続し、バラエティを増す形で新指数先物等取引が競合して登場し、市場の自由な選択に委ねるのが望ましいといえるが、この場合には、旧指数（日経平均株価）先物等取引から新指数先物等取引へ売買は移行しないであろう。前掲の『先物取引の在り方』によれば、「新指数による先物取引等が定着するまでの間、現行指数による先物取引等は継続する」とあるが、これは、「新指数先物取引を早く定着させて元凶の日経平均株価先物取引を閉じる」と解釈できる。こうして、新指数は、旧指数の廃止と「新指数による先物取引が定着するように関係者において協力する」ことを前提に誕生したのである。「関係者の協力」の中には当局の優遇育成策も含まれていた。誕生の経緯はけっして好ましいものではないが、動きだしたかぎり当事者の中途半端な態度は結果的に社会的コストを増すだけである。日経は作成者でありながら、新指数の広報にかならずしも積極的ではないように見える。経緯はさておき、日経は、(先物等取引のためにではなくても)本気でよい株価指数を作成したと自負するならば新指数の流布に最大の努力をするべきであろう。日経が、東証の作成中止したダウ式株価指数(後に、「日経平均株価」に名称を変更)を日本短波放送から引継ぎ、それが結果として、先物取引に採用され脚光を浴びたに過ぎない。誰が40数年前に現在のような事態を予想できたであろうか。金融革新が進展する中で適切な指数を新たに作成する光栄ある機会を与えられたとポジティブな見方に切り換えるべきなのかもしれない。

* どうして新指数に代替されなければならないのか未だに納得できはしないが、本稿の目的はそのような繰り返すをいうことではない。この点については、『リージョナルバンキング』(1993, 9)を参照されたい。